

警惕外围市场波动加剧，股指谨慎看待反弹

宏观经济/资产配置

内容提要：

- ◆ 中东地缘冲突扰动全球供应链，国际原油、有色金属等大宗商品价格上涨，引发市场对通胀反弹的担忧。美强欧弱的经济格局下，欧洲央行6月降息的预期升温，而美联储年内降息的预期一再推迟，美欧国债利差扩大，推动美元指数走强。尽管美联储加息周期已经结束，但具有限制性的利率政策已经传导下去，缩表仍在以每月950亿美元的规模全速运转，美元流动性持续收紧的趋势加强。随着时间的推移，全球货币紧缩的负面影响将进一步显现，全球经济下行压力或将加大，高债务国家仍将面临去杠杆压力，进而引发货币贬值、资产价格下跌等连锁反应，加剧全球金融市场动荡。
- ◆ 今年一季度经济开局良好，官方制造业PMI重回扩张区间，固定资产投资增速回升，工业生产高位运行，消费增速边际放缓，需求不足仍是主要矛盾。
- ◆ 企业盈利方面，受去年同期基数抬升等因素的影响，企业盈利增速放缓，大宗商品价格反弹带动下游补库预期。但由于终端需求恢复缓慢，原材料价格上涨向终端消费领域传导不畅，部分行业经营压力依然较大，价格“内卷”严重，企业增收不增利的现象依然存在。
- ◆ 货币政策仍将保持宽松基调，未来一段时间将进入观察期。为配合国债增发和地方债发行，年内仍有进一步降准和降息的空间，有利于推动无风险利率下行，进一步降低企业融资成本，从分母端提升股指的估值水平。
- ◆ “新国九条”时隔10年再次出台，各项配套措施陆续跟进，风险偏好能否持续改善，取决于政策落实的情况以及实际效果。不利因素在于，海外货币紧缩的滞后影响尚未完全显现，欧美股市超买风险有待释放。
- ◆ 综上所述，在政策利好频繁出台的推动下，4月股指先抑后扬，整体维持宽幅震荡格局。进入5月份，市场预期将接受更多经济数据的检验，海外货币紧缩的尾部风险有待释放，股指谨慎看待反弹。

程伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

五一假期海外宏观风险提示

20240429

地缘政治风险扰动，股指短期或有反复 20240419

经济预期有待检验，股指维持震荡调整 20240412

围绕预期和现实博弈，股指二季度或进入宽幅震荡 20240401

第一部分 基本面分析

今年4月以来，全球金融市场波动率明显上升，欧、美、日等主要发达国家股市高位调整，贵金属加速上涨后剧烈震荡，有色金属上涨趋势不断强化。主要原因在于，中东地缘冲突扰动全球供应链，引发市场对资源供给短缺的担忧，推动原油、有色金属等国际定价的大宗商品价格上涨；市场对全球通胀反弹的担忧加剧，美联储年内降息的预期一再延后，推动美债收益率大幅上涨，利率预期上升引发股指的估值调整；中东局势前景不明，伊以冲突升级引发避险需求，刺激贵金属价格大涨。围绕影响大类资产价格的主要因素，本文将从国际和国内两个方面，分析驱动股指5月走势的主要逻辑。

国外方面，美联储将于5月初举行议息会议，预计维持利率不变几成定局，市场焦点转向货币政策声明及鲍威尔讲话对美国经济前景和通胀预期的评估，这将为美联储未来的利率路径提供指引。鉴于美国CPI已连续两个月上升，制造业PMI、非农就业、零售销售等经济数据表现强劲，美联储主席鲍威尔等多位官员发表鹰派讲话，强调通胀进展不足，紧缩性政策可能维持更长时间。我们预计，本次会议声明可能偏向鹰派，或将进一步打压市场对美联储年内降息的预期。

国内方面，今年一季度经济开局良好，固定资产投资增速连续两个月回升，工业生产有所回落，但仍维持高位运行，消费增速边际放缓。我国经济恢复的基础不牢固，呈现生产强、需求弱和服务业强、制造业弱的特征，需求不足仍是主要矛盾，宏观政策仍需扩大内需方面进一步发力。财政部要求及时启动超长期特别国债发行工作，发改委完成筛选地方专项债项目3.8万个，涉及资金需求5.9万亿元左右，有利于尽早形成实物工作量，拉动相关领域投资增长，带动民间投资，创造和扩大就业，促进投资和消费之间形成良性循环。

一、今年一季度经济实现良好开局，企业盈利改善有待观察

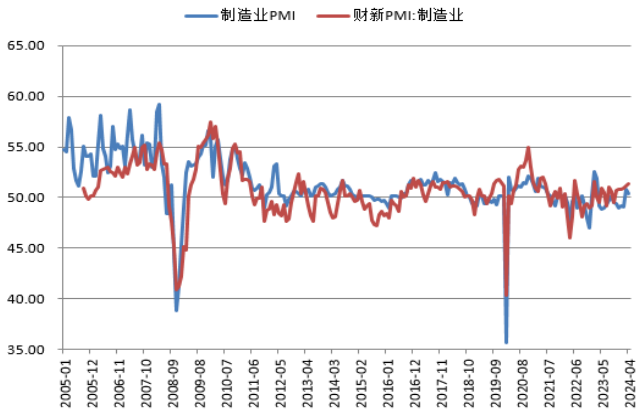
今年第一季度实现国内生产总值296299亿元，同比增长5.3%，高于预期的4.6%和前值5.2%。从拉动经济的三驾马车来看，固定资产投资增速连续两个月回升，主要受基建和制造业投资加快的带动，房地产投资下行趋势仍在延续；随着春节错月因素的消退，需求逐渐回归常态，消费增速边际放缓，汽车等大宗消费明显回落。未来边际消费倾向能否改善，关键取决于居民收入增长和资产负债表修复的情况；考虑到海外货币紧缩政策的滞后影响尚未完全显现，全球经济下行压力加大，欧美等主要发达国家仍在主动去库存，国际贸易持续萎缩，新增订单减少，未来一段时间，出口仍将面临下行压力。

（一）官方制造业PMI小幅回落

从先行指标来看，今年4月官方制造业PMI录得50.4，较上月回落0.4个百分点，连续两个月位于扩张区间。从企业规模看，大型企业PMI为50.3，较上月下降0.8个百分点；中型企业PMI上升至50.7，较上月加快0.1个百分点；小型企业PMI为50.3，与上月持平。从分类指数看，生产指数为52.9，较上月加快0.7个百分点；新订单和新出口订单指数录得51.1和50.6，分别较上月下降1.9和0.7个百分点。整体来看，官方制造业PMI环比3月小幅回落，但仍维持在扩张区间，呈现生产强和需求弱的特征。在减税降费、降准降息等一系列政策的支持下，工业生产进一步加快，中型企业景气度继续改善。随着春节错月效应消退，经济活动回归常态，需求放缓符合季节性规律。数据表明，我国经济恢复的基础不牢固，需求不足仍是主要矛盾，宏观政策仍需扩大

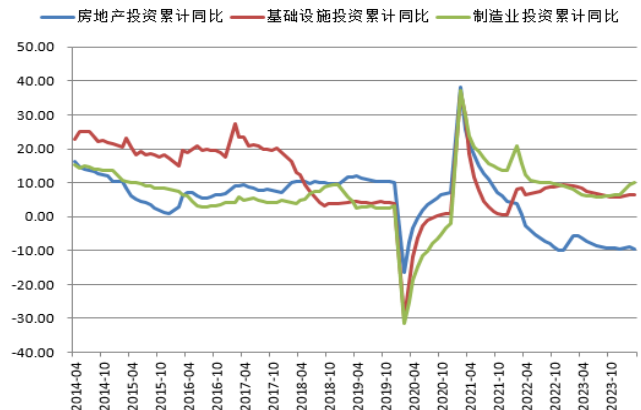
内需方面继续发力，持续加大对小微企业和薄弱环节的支持。

图1. 官方制造业PMI 小幅回落 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图2. 基建和制造业投资增速加快 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

(二) 房地产投资延续下行趋势，基建和制造业投资增长加快

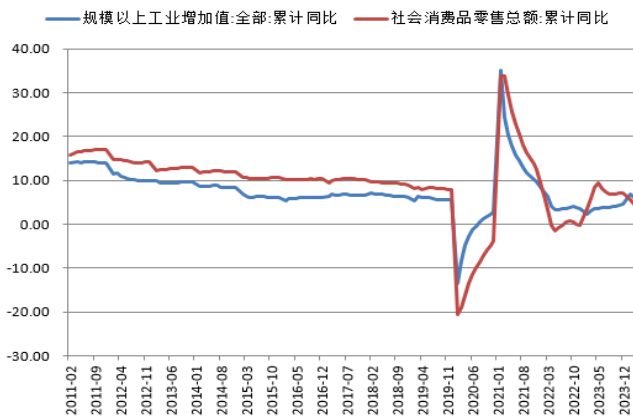
今年1-3月固定资产投资同比增长4.5%，较1-2月加快0.3个百分点，连续两个月回升。其中，房地产投资同比下降9.5%，降幅较1-2月扩大0.5个百分点。从房屋新开工和施工面积来看，今年1-3月房屋新开工面积同比下降27.8%，降幅较1-2月收窄1.9个百分点，房屋施工面积同比下降11.1%（前值-11%），降幅连续两个月扩大；从竣工和销售端来看，今年1-3月房屋竣工面积同比下降20.7%，降幅较上月扩大0.5个百分点，连续两个月负增长。1-3月商品房销售面积同比下降19.4%，商品房销售额同比下降27.6%，降幅分别较上月收窄1.1和1.7个百分点。从今年4月份的销售情况来看，截至4月25日，全国30大中城市商品房成交66480套，成交面积为645.65万平方米，环比3月份双双下滑。数据表明，随着部分保交楼项目在2023年陆续完工，2024年需要保交楼的项目减少，房屋竣工面积将逐渐下降。前期“认房不认贷”、房贷利率下调、限购限贷放松等楼市刺激政策的效用边际递减，一二线城市商品房销售短暂回暖后再次回落，三四线城市房地产销售依旧低迷。主要原因在于，居民杠杆率处于历史高位，家庭资产负债表需要时间修复，持续加杠杆难以为继，未来商品房将进入存量消化阶段。受房地产销售低迷的影响，房企经营业绩下滑，资金周转的压力加大，对土地购置和新项目建设保持谨慎，从而对房地产投资形成拖累。今年1-3月基础设施投资同比增长6.5%（前值6.3%），增速连续3个月回升，创2023年8月以来新高，与提前批地方专项债相关的项目在年初集中投放有关。Wind数据显示，今年一季度新增地方政府专项债发行超6000亿元，较上年同期有所放缓，后续随着地方专项债发行进度加快，基建投资有望保持平稳增长。今年1-3月制造业投资同比增长9.9%（前值9.4%），增速连续4个月加快，创2022年10月以来新高。表明在各项稳增长政策的支持下，供给端率先恢复，随着推动大规模设备更新、技术改造等新一轮政策落地，制造业投资有望保持快速增长。

(三) 工业生产高位运行，消费增速边际放缓

今年1-3月规模以上工业增加值同比增长6.1%，较1-2月回落0.9个百分点，其中3月规模以上工业增加值同比增长4.5%，环比下降0.08%。数据显示，受去年同期基数上升的影响，工业增速有所回落，但在减税降费、降准降息等一系列政策的支持下，工业生产仍将维持高位运行。1-3月社会消费品零售总额同比增长4.7%

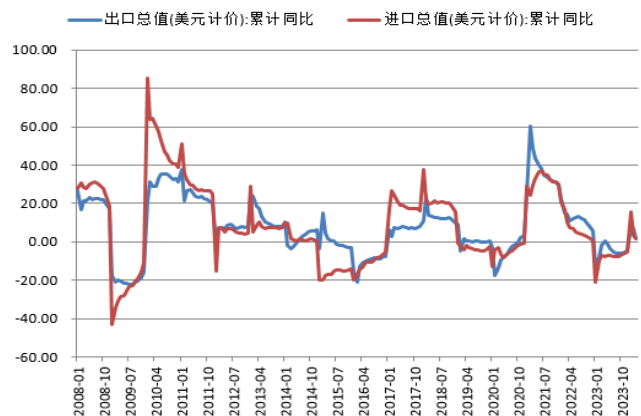
(前值 5.5%)，增速连续两个月回落，其中 3 月社会消费品零售同比增长 3.1%，为 2023 年 8 月以来最低。从销售类别来看，1-3 月餐饮收入同比增长 10.8% (前值 12.5%)，连续 12 个月保持两位数增长，商品零售同比增长 4% (前值 4.6%)，增速连续 3 个月回落；汽车类零售同比增长 3.8%，增速较 1-2 月回落 4.9 个百分点，为 2023 年 4 月以来新低。家电类零售同比增长 5.8%，增速较上月加快 0.1 个百分点，为 2022 年 4 月以来新高。数据表明，随着春节消费旺季结束，需求逐渐回归常态，叠加去年基数效应的影响，消费增速边际放缓，汽车等大宗消费明显回落。长期来看，消费品以旧换新等政策落地，有利于促进汽车、家电等耐用品消费，但更多取决于居民收入的增长和资产负债表修复的情况。

图 3. 工业生产维持高位、消费增速边际放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 4. 进出口同比增速回落 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

(四) 进出口同比双双回落

按美元计价，今年 3 月进口同比下降 1.9%，出口同比下降 7.5%，进出口增速转负，主要受去年同期高基数效应以及节后外贸需求放缓等因素的影响。今年前 3 个月进口和出口同比增长 1.5%，增速连续两个月回落，实现贸易顺差 1836.58 亿美元，创历史同期新高。分国家和地区来看，我国对东盟、一带一路沿线国家出口增长加快，对美国、欧盟、日本等主要发达国家出口降幅扩大。整体来看，受春节错月效应的影响，企业订单赶在节前集中交付，导致 1-2 月外贸数据偏高，节后需求逐渐回归常态，进出口呈现季节性回落。考虑到海外货币政策紧缩的滞后影响尚未完全显现，欧元区经济接近停滞，国际贸易持续收缩，新增订单减少，未来一段时间，出口仍将面临下行压力，稳外资、稳外贸政策将继续实施。

二、货币政策进入观察期，年内仍有降准或降息的空间

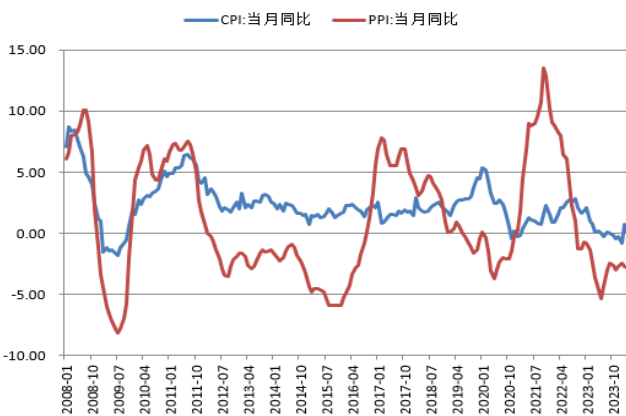
中国人民银行 2024 年第一季度例会强调，更加注重做好逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济良性循环。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。

与上一次例会相比，本次会议删除了“增强政府投资、带动民间投资”等表述，新增“加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，推动加快发展新质生产力”等内容。表明随着政府投资对经济拉动的效用边际减弱，地方债务负担明显加大，需要发展新质生产力，加大对科技创新和技术改造的支持，推动大规模设备更新和消费品以旧换新，创造新的增量需求，对冲房地产行业、传统基础设施建设等投资下行压力。为推动落

实国务院决策部署，央行设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款，有利于引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持，带动相关领域投资增长，促进和扩大就业，推动消费和投资形成良性循环。央行副行长朱鹤新在国新办新闻发布会上表示，未来货币政策还有空间，将密切观察政策效果及经济恢复、目标实现情况，择机用好储备工具。我们认为，今年一季度经济开局良好，未来一段时间货币政策将进入观察期，根据经济形势的变化，相机进行灵活调整。此外，为配合超长期特别国债和地方债发行，间接帮助化解地方债务风险，未来仍有进一步降准或降息的可能。

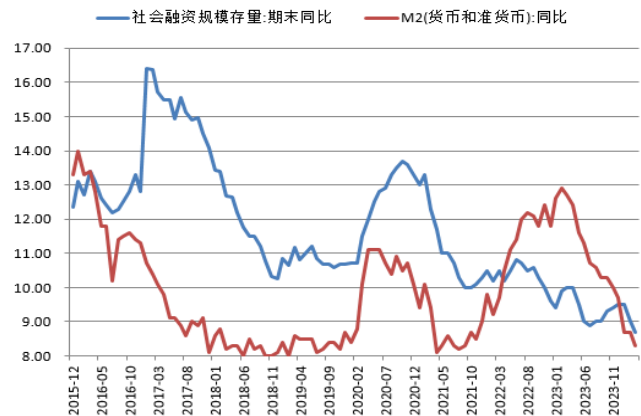
物价方面，今年3月CPI同比上涨0.1%，涨幅较上月回落0.6个百分点，主要受肉类、鸡蛋、蔬菜等食品以及出行服务价格回落的影响。PPI同比下降2.8%，降幅较上月扩大0.1个百分点，主要受煤炭开采、黑色金属冶炼等行业价格下降的拖累。中期来看，我国粮食产量保持稳定，生猪库存去化缓慢，猪肉价格重心上移，但难以出现大幅上涨，随着夏季蔬菜供应旺季的到来，居民消费价格指数或将维持低位运行。受地缘冲突、供应扰动等因素影响，国际原油、有色金属等相关行业价格上涨，PPI降幅有望边际收窄。但考虑到海外货币紧缩的滞后影响尚未完全显现，大宗商品价格上涨难以持续，未来一段时间，PPI或仍将延续下行趋势。

图 5. CPI 涨幅回落、PPI 降幅扩大 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 6. 广义货币供应量 M2 增速持续回落 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

央行金融统计报告显示，今年3月新增人民币贷款3.09万亿元，较上年同期少增8000亿元；社会融资规模增量为4.87万亿元，同比少增5200亿元；截至3月末，广义货币供应量M2同比增长8.3%，较上月下降0.4个百分点，增速创2021年9月以来新低。M1同比增长1.1%，连续两个月下降，为2022年以来最低。从总量和结构来看，在新增贷款中，企事业部门中长期贷款占主导，居民部门中长期贷款较上月明显回升，表明二手房价格大幅下跌，刺激了部分购房需求。存款方面，居民部门存款居高不下，企事业部门存款大幅增加。数据表明，在降息、降准等一系列政策的支持下，金融机构不断加大对企业的信贷支持，并以资本支出的形式转化为居民收入，但居民收入并未形成消费进而转化为企业收入，而是以储蓄的形式回到银行体系，资金淤积和空转的现象依然存在。主要原因在于，居民杠杆率处于历史高位，且对未来收入的预期和信心不足，预防性储蓄的动机依然较强，谨慎负债和主动去杠杆，从而抑制了其他领域的消费需求。M2和社融增速回落，主要受政府债券发行放缓以及去年同期高基数效应等因素的影响。M1增速再创新低，反映当前企业盈利水平不高，基于未来经济的不确定性，企业对生产和经营保持谨慎，主动扩大投资的意愿不足。

综上所述，货币政策仍将保持宽松基调，未来一段时间将进入观察期。为配合国债增发和地方债发行，年内仍有进一步降准和降息的空间，有利于推动无风险利率下行，进一步降低企业融资成本，从分母端提升股指的估值水平。

三、风险偏好分析

在股指的估值模型中，风险偏好提升、风险溢价下降将从分母端直接提升估值水平，反之将降低估值水平。风险偏好的变化是股指波动的主要驱动力之一，政策和风险事件等影响风险偏好的因素是我们分析的重点。

4月以来，美联储官员接连发表鹰派讲话，强调通胀进展不足，限制性政策可能保持更长时间，进一步打压市场降息预期。互换市场显示，美联储6月降息的概率基本归零，首次降息的时间从9月推迟到12月。国内方面，时隔10年“新国九条”再次出台，监管层下调证券、基金交易手续费，有助于提升风险偏好。进入5月份，市场预期将接受经济数据的检验，风险偏好能否持续改善，取决于各项政策落实的情况以及实际效果。

（一）影响风险偏好的有利因素包括

国务院发布“新国九条”，相关配套措施陆续出台。2024年4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，意见要求以强监管、防风险、促高质量发展为主线，更好发挥资本市场功能作用，推进金融强国建设，服务中国式现代化大局。从意见的主要内容和传达的精神来看，此为国务院出台的针对资本市场的指导性文件，共包括9个部分，是资本市场时隔10年迎来的第三个“新国九条”。从意见出台的背景和意义来看，“新国九条”对股市波动暴露出来的制度机制、监管执法等方面的突出问题，及时予以纠正，查缺补漏，回应投资者关切，推动解决资本市场长期以来积累的深层次矛盾。长期来看，“新国九条”的出台有利于完善股票发行注册制和退市制度，充分发挥股票市场优胜劣汰的机制，引导中长期资金入市，树立价值投资的理念，推动资本市场健康发展和维护金融市场稳定。回顾前两次“国九条”出台，股票市场都走出了波澜壮阔的牛市，市场对本次“国九条”出台后的行情充满期待，短期有助于提升风险偏好，但长期取决于政策落实的情况以及实际效果。此外，证监会制定发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，包括调降基金股票交易佣金费率，降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限等。监管层下调证券投资基金交易费用，有利于降低投资者交易成本，提高市场活跃度，吸引更多增量资金入市。

（二）影响风险偏好的不利因素包括

美联储年内降息的预期一再推迟，美元流动性紧缩的压力逐渐显现。美国3制造业PMI、非农就业、零售销售等经济数据表现强劲，CPI连续两个月回升，引发市场对通胀反弹的担忧。美联储主席鲍威尔等多位官员发表鹰派讲话，强调通胀进展不足，需要对当前紧缩性政策保持耐心，限制性利率可能维持更长时间。暗示降息之前需要看到更多通胀进展的数据，或者当就业市场意外疲软时，可以降息。我们认为，美联储此举是在进行预期管理，不提前预设货币政策的路径，而是依赖经济数据采取行动，避免市场预期过度偏离利率曲线，从而阻碍政策目标的实现。由此来看，美联储未来利率的路径关键取决于通胀和就业数据的变化。受美国经济数据强劲和美联储鹰派言论的影响，市场进一步下调了对美联储年内降息的预期，互换市场显示，首次降息的时间从9月推迟到12月。

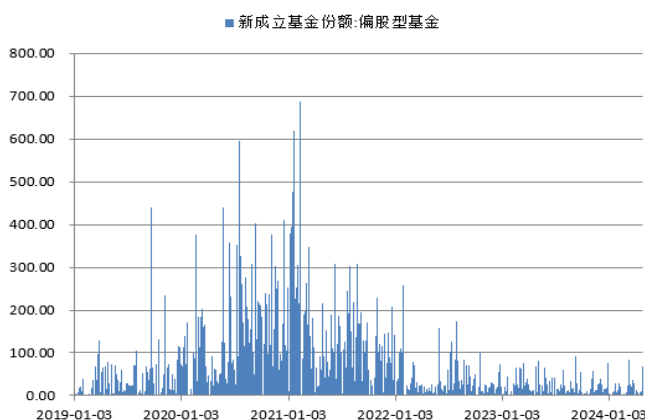
美联储公布的金融稳定报告显示，最大的风险来自通胀进展不足，导致限制性货币政策持续的时间比预期更长。近期公布的数据显示，美联储逆回购使用规模已降至不足4000亿，银行准备金余额大幅下降，一周流失2860亿美元，创两年最大降幅。表明尽管美联储加息周期已经结束，但缩表仍在以每月950亿美元的规模全速运转，金融市场流动性不断收紧。当前美联储逆回购已达到降无可降的地步，无力缓解流动性收紧带来的压力，银行等金融机构准备金逐渐被消耗，银行体系的稳定性将面临挑战。值得注意的是，美国10年期和2年期国债收益率自2022年7月开始倒挂，至今已持续22个月之久，时间为1980年以来最长。历史数据表明，长短期国债收益率曲线倒挂持续的时间越长，经济发生衰退的可能性越大，造成的破坏性也越大。随着时间的推移，海外货币紧缩的外溢影响将进一步显现，高债务国家仍将面临金融去杠杆压力，引发货币贬值、资产价格下跌等连锁反应，风险偏好仍将受到抑制。

四、资金面分析

证监会制定《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等全方位提出支持性举措。今年2月以来，监管层在打击财务造假、违规减持等行为方面采取了一系列措施，极大提振了市场信心，随着A股市场流动性恢复正常，基金发行逐渐回暖，部分基金提前结束募集。4月以来，外资公募基金积极布局中国资本市场，施罗德、富达、贝莱德等知名基金加快发行权益类新产品。中期来看，随着中央汇金、证金公司等国家队资金入市，保险资金、养老金、企业年金等长期资金也将陆续跟进，为A股市场带来增量资金。

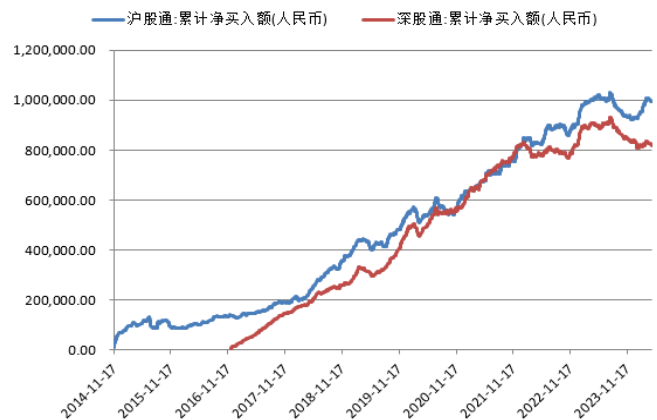
2023年2月证监会宣布全面实行股票发行注册制以来，相关配套制度同时推出，标志着我国资本市场基础制度改革迈出了重要一步，外资借道沪深港通北向通道不断流入A股市场。截至2024年4月28日，今年以来北向资金累计净流入719.68亿元，其中沪股通净流入824.02亿元，深股通净流出104.34亿元。继A股纳入MSCI新兴市场指数以来，富时罗素、标普道琼斯指数先后将A股纳入其国际化指数，未来将吸引更多海外资金增加对A股的配置。

图7. 新基金发行份额有所放缓（亿份）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图8. 沪深港通北上资金持续净流入（亿元）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

第二部分 波动分析

一、趋势分析

从趋势上来看，沪深300指数自2021年2月高点5930进入下跌趋势，结构上以波段下跌的方式展开，5930-4663为第一浪下跌，4663-5143为二浪反弹，5143-3757为三浪下跌，3757-4530为四浪反弹，4530-3495为五浪下跌。2022年11月至2023年1月，沪深300指数自3459低点展开一波反弹，之后再次开启下跌之旅，并于2024年2月初创下3108点的新低，当前处于超跌反弹的结构中。

从月线来看，IF加权在5月均线附近止跌反弹，但上方受到10月均线的压制，短期若不能有效向上突破，需防范再次回落风险。IH加权在2460颈线位附近遇阻回落，且上方面临10、20月均线的压力，预计短期向上突破的难度较大，谨防再次探底风险。IC加权连续两个月震荡整理，多次反弹均受到10月均线的压制，短期或面临方向性选择，注意防范回调风险。上证指数反抽20月均线承压回落，且3050-3090密集成交区压力有待消化，短期若不能向上突破，需防范再次探底风险。

图9. IF加权月K线图



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

图10. 上证指数月K线图



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

周线方面，IF加权反弹受到40周线的压制，整体维持在3400-3600区间震荡，技术压力有待消化，短期若不能有效突破，需防范再次回落风险。IH加权上方面临2460颈线位压力，整体围绕2350-2450区间波动，短期或面临方向性选择。IC加权在5500关口附近承压回落，连续9周维持在5090-5490区间震荡，预计短期向上突破的难度较大，谨防调整随时开启。上证指数在3100关口上方承压回落，未能有效突破3050-3090重密集成交区压力，短期或进入阶段性调整。

二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用帝纳波利波浪尺对股指回调和反弹的目标位进行测量。上证指数自2021年2月高点3731点展开下跌，2022年4月跌至2863点，之后开启超跌反弹，最高在7月到达3424点，之后进入二次探底阶段，最低达到2885点。上证指数自2022年11月开始反弹，2023年5月最高到达3418点，即0.618的黄金分割位附近，之后再次进入下跌趋势，2024年2月初最低跌至2635点。若就此展开超跌反弹，则上证指数重要压力位在3118点，即0.618的黄金分割位。

图 11. IF 加权周 K 线图



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

图 12. 上证指数周 K 线图



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

第三部分 结论和建议

国外方面，欧洲央行 4 月会议维持关键利率不变，但货币政策声明强调，大多数潜在通胀指标正在放缓，暗示将很快开始降息。美强欧弱的经济格局下，市场对欧洲央行 6 月降息的预期升温，而美联储降息预期一再推迟，美欧国债利差扩大，美元指数有望继续走强。虽然美联储加息周期结束，但经过一年多的快速加息，具有限制性的利率政策已经传导下去，欧美银行业危机引发的信贷紧缩效应持续显现。此外，美联储缩表仍在以每月 950 亿美元的规模全速运转，美元流动性持续收紧的趋势加强。值得注意的是，美国 10 年期和 2 年期国债收益率自 2022 年 7 月开始倒挂，至今已持续 22 个月之久，时间为 1980 年以来最长。历史数据表明，美国长短期国债收益率曲线倒挂持续的时间越长，经济发生衰退的可能性越大，造成的破坏性也越大。历史数据警示，一旦长短期美债收益率结束倒挂，意味着经济将在不久之后陷入衰退。随着时间的推移，全球货币紧缩的负面影响将进一步显现，全球经济下行压力或将加大，高债务国家仍将面临去杠杆压力，进而引发货币贬值、资产价格下跌等连锁反应，加剧全球金融市场动荡。

国内方面，今年一季度经济开局良好，官方制造业 PMI 重回扩张区间，固定资产投资增速回升，工业生产高位运行，消费增速边际放缓。从企业盈利来看，今年 1-3 月全国规模以上工业企业利润同比增长 4.3%，其中 3 月规模以上工业企业利润同比下降 3.5%，为去年 8 月以来首次转负。1-3 月产成品存货同比增长 2.5%，增速连续 3 个月回升，创去年 10 月以来新高。数据表明，受去年同期基数抬升等因素的影响，企业盈利增速放缓，大宗商品价格反弹带动下游补库预期。但由于终端需求恢复缓慢，原材料价格上涨向终端消费领域传导不畅，部分行业经营压力依然较大，价格“内卷”严重，企业增收不增利的现象依然存在。整体来看，企业利润恢复呈现不平衡性，盈利能否持续改善有待观察，最终取决于终端需求复苏的情况。货币政策仍将保持宽松基调，未来一段时间将进入观察期。为配合国债增发和地方债发行，年内仍有进一步降准和降息的空间，有利于推动无风险利率下行，进一步降低企业融资成本，从分母端提升股指的估值水平。影响风险偏好的因素多空交织，

“新国九条”时隔10年再次出台，各项配套措施陆续跟进，风险偏好能否持续改善，取决于政策落实情况以及实际效果。不利因素在于，海外货币紧缩的滞后影响尚未完全显现，欧美股市超买风险有待释放。

综上所述，在政策利好频繁出台的推动下，4月股指先抑后扬，整体维持宽幅震荡格局。进入5月份，市场预期将接受更多经济数据的检验，海外货币紧缩的尾部风险有待释放，股指谨慎看待反弹。

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698
邮编：400010
地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8